

**Бажанов О. Є.,**

аспірант кафедри фінансів

Харківського національного економічного університету

## **ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ЗАСТОСУВАННЯ КЛАСИЧНОЇ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ ІПОТЕЧНИХ АКТИВІВ В УКРАЇНІ**

Для розвитку іпотечного кредитування в Україні необхідні довгострокові фінансові ресурси. Одним з пріоритетних джерел таких ресурсів є фондовий ринок. Процес організації залучення довгострокових фінансових ресурсів з фондового ринку залежить від вибору моделі іпотечного кредитування. У “Концептуальних засадах створення Національної системи іпотечного кредитування” зазначено, що найефективнішою і придатною для імплементації в існуючих українських реаліях є дворівнева модель функціонування ринку іпотечного кредитування<sup>1</sup>. Міжнародний досвід свідчить, що у межах дворівневої моделі ефективним фінансовим механізмом, що дає змогу задовольнити потребу іпотечного кредитування у довгострокових ресурсах, є фінансовий механізм класичної сек'юритизації, який в Україні ще не застосовується.

Суть його полягає у передачі спеціалізованим іпотечним компаніям банківськими установами іпотечних активів, тобто прав вимог за наданими іпотечними кредитами. При цьому активи відділяються шляхом їх передачі спеціалізованій іпотечній компанії, яка формує іпотечні пули і здійснює під їх забезпечення емісію іпотечних цінних паперів. Ці папери розміщуються серед інвесторів фондового ринку, за рахунок чого відбувається залучення довгострокових фінансових ресурсів.

Але особливості розвитку грошово-кредитної системи України передбачають адаптацію наявного міжнародного досвіду застосування класичної сек'юритизації до вітчизняних умов.

Сучасний етап розвитку іпотечного кредитування в Україні характеризується тим, що питання, пов'язані із застосуванням фінансового механізму класичної сек'юритизації, набувають особливої актуальності. 8 жовтня 2004 р. було створено Державну іпотечну установу (ДІУ), яка має виконувати функції спеціалізованої іпотечної компанії. У своїй діяльності вона спиратиметься на фінансовий механізм класичної сек'юритизації іпотечних активів. Розвиток фондового ринку та поява нових інституційних інвесторів, зокрема недержавних пенсійних фондів, вимагають створення нових високонадійних та ліквідних інструментів. Саме такими інструментами є іпотечні цінні папери, що випускаються у процесі реалізації класичної сек'юритизації.

Організація процесу залучення довгострокових фінансових ресурсів за допомогою фінансового механізму класичної сек'юритизації подана у роботах західних науковців, таких як J. M. Tavakoli<sup>2</sup>, F. J. Fabozzi<sup>3</sup>, L. T. Kendall, M. J. Fishman<sup>4</sup>. В їх розробках процес організації класичної сек'юритизації базується на тому, що іпотечні цінні папери емітуються на термін, який

відповідає терміну погашення їх забезпечення – пулу однорідних іпотечних кредитів.

В Україні Стандарти житлового іпотечного кредитування передбачають надання кредитів на термін до 30 років, банківські програми пропонують кредити до 20 років<sup>5</sup>, але фактично середній термін “життя” іпотечного кредиту не перевищує 2,5–5 років<sup>6</sup>. Це пов’язано з тим, що вітчизняним позичальникам не вигідно переплачувати значні суми через високий рівень процентних ставок за іпотечними кредитами. Тому для українського позичальника важливою умовою кредитної угоди є можливість дострокового погашення іпотечного кредиту.

На бажання позичальників достроково погашати іпотечні кредити також впливають збільшення рівня інфляції у країні та ревальвація національної валюти щодо провідних іноземних валют. Крім того, в Україні банківські установи надають іпотечні кредити на умовах, що провокують клієнтів на дострокове погашення. Автором проаналізовано умови дострокового погашення іпотечних кредитів у банківських установах України (таблиця).

Таблиця

**Умови дострокового погашення іпотечних кредитів у банківських установах України**

Банк	Термін, з якого можливе дострокове погашення	Пеня за дострокове погашення
Аваль	з 1-го дня	Не нараховується
Укрсоцбанк	1-й рік	1% від достроково погашеної суми
	2-й рік	0,2% від достроково погашеної суми
	3-й рік	Не нараховується
Укрсиббанк	з 1-го дня	Те саме
Аркада	з 1-го дня	—”—
Надра	з 4-го місяця	—”—
Фінанси і кредит	з 1-го дня	—”—
Міжнародний іпотечний банк	з 7-го місяця	—”—
Приватбанк	з 4-го місяця	Нараховується на суму дострокового погашення на строк невикористання суми кредиту, % річних

Як видно з табл. 1, умови дострокового погашення іпотечних кредитів у вітчизняних банках достатньо лояльні для позичальників. Отже, у переважній більшості випадків середній фактичний термін дії іпотечного кредиту може бути меншим за термін, який зафіксовано у кредитній угоді. За словами банкіра Л. Килимника, погашення іпотечних кредитів відбувається у чотири рази швидше, ніж це передбачено кредитною угодою<sup>7</sup>. Тому емісія іпотечних цінних паперів, термін яких відповідає договірному (теоретичному) терміну дії забезпечення (іпотечного покриття), в Україні є ускладненою порівняно з іншими країнами. Адже значний обсяг дострокових погашень

в іпотечному покритті у певний момент призведе до неможливості виконання основного зобов'язання за іпотечними цінними паперами ДІУ.

Отже, мета даного дослідження — адаптувати фінансовий механізм класичної сек'юритизації до особливостей грошово-кредитної системи України, пов'язаних із достроковим погашенням іпотечних кредитів.

Об'єктом дослідження є процес емісії іпотечних цінних паперів за умови класичної сек'юритизації.

Радикальним вирішенням цього питання могла б стати заборона дострокових погашень іпотечних кредитів, яка б фіксувалася у кредитній угоді. Проте такий шлях не є економічно доцільним і призведе до зменшення попиту на іпотечні кредити серед позичальників.

У “Керівних принципах іпотечного кредитування в Україні”<sup>8</sup> ЄБРР пропонує встановити для позичальників відповідний термін повідомлення або запровадити фінансові санкції з метою запобігання достроковому погашенню іпотечних кредитів.

Для виконання поставленого завдання автором пропонується змоделювати процес класичної сек'юритизації в умовах дострокового погашення іпотечних кредитів.

При класичній сек'юритизації ДІУ формує іпотечне покриття з однорідних іпотечних кредитів з відповідним терміном дії ( $T_1$ ), розмір якого у початковий момент часу ( $T_0$ ) є максимальним — 100 %. Тобто активом ДІУ є сумарна заборгованість позичальників за іпотечними кредитами в іпотечному покритті. Пасивом же для ДІУ виступають її зобов'язання перед інвесторами за іпотечними цінними паперами, що емітовані під забезпечення сформованого іпотечного покриття. Отже, необхідно організувати рух фінансових потоків ДІУ таким чином, щоб забезпечити у будь-який момент часу можливість виконання зобов'язань (пасивів) за рахунок наявних активів.

Щодо надходження активів ДІУ, то більшість кредитних програм вітчизняних банків передбачає повернення суми заборгованості позичальниками рівновеликими частинами протягом усього терміну дії кредитної угоди. Теоретично у такому випадку крива погашення іпотечного покриття являє собою рівномірно зростаючу пряму ( $T_0S$ ) (рис. 1).

Однак в умовах дострокового погашення іпотечних кредитів позичальниками така крива набуває іншого вигляду. Через дострокове погашення сумарні фактичні надходження до іпотечного покриття є більшими за теоретичні у кожний момент часу. Тобто крива фактичного (нерівномірного, дострокового) погашення проходить над теоретичною кривою погашення іпотечного покриття. Криву фактичного погашення іпотечного покриття було побудовано за допомогою методу випадкових чисел<sup>9</sup>, після чого проведено її логарифмічне згладжування (рис. 2). Вона являє собою випуклу дугу ( $T_0S$ ).

Як видно з рис. 2, чим більше відхилятиметься крива фактичного погашення від кривої теоретичного погашення, тим більшою буде схильність позичальників до дострокового погашення кредитів в іпотечному покритті.

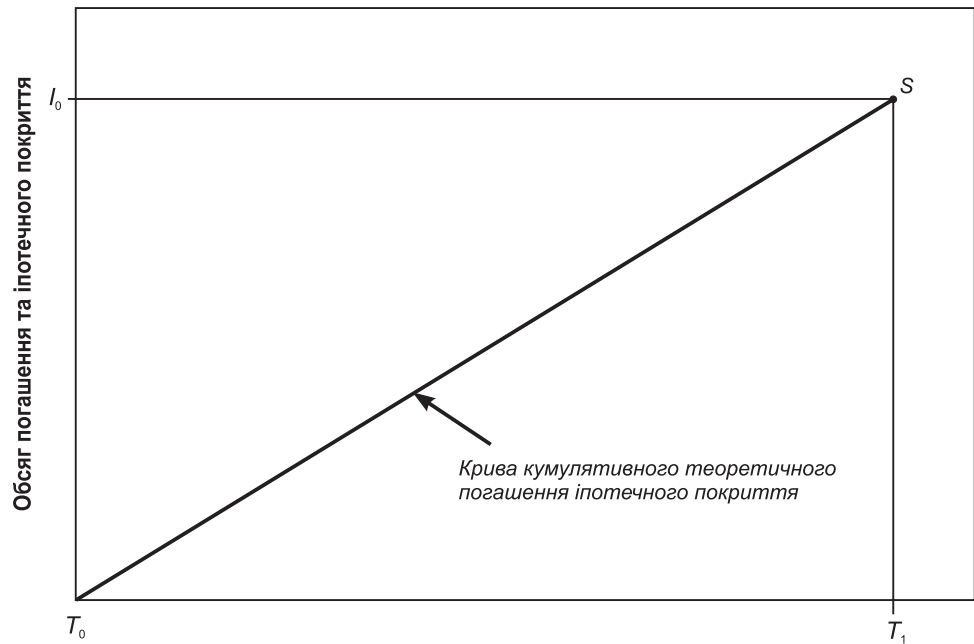


Рис. 1. Кумулятивне теоретичне погашення іпотечного покриття ДІУ

Дострокове погашення призводить до того, що середній термін фактичного “життя” кредитів в іпотечному покритті є меншим за загальний термін дії іпотечного покриття. Проміжок часу, який відповідає середньому терміну фактичного “життя” іпотечних кредитів, характеризується стабільним надходженням фінансових потоків від позичальників до іпотечного покриття. Отже, цей проміжок часу пропонується визначити як стабільний період функціонування іпотечного покриття, а його тривалість у роках – як середню арифметичну за формулою:

$$СП_{i.п.} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i}{360}, \quad (1)$$

де  $СП_{i.п.}$  – стабільний період функціонування іпотечного покриття;  $x_i$  – термін “життя”  $i$ -го кредиту в іпотечному покритті (днів);  $n$  – кількість кредитів в іпотечному покритті; 360 – кількість днів у банківському році.

З великою ймовірністю можна стверджувати, що частина позичальників іпотечних кредитів із загальної кількості тих, що сплачують до іпотечного покриття, здійснюватиме платежі відповідно до графіку. Тобто 100 % погашення іпотечного покриття відбудеться наприкінці терміну його дії. Отже, після закінчення стабільного періоду функціонування іпотечне покриття переходить на інший етап.

Залишковий термін функціонування іпотечного покриття або різницю між теоретичним терміном дії іпотечного покриття та його стабільним пе-

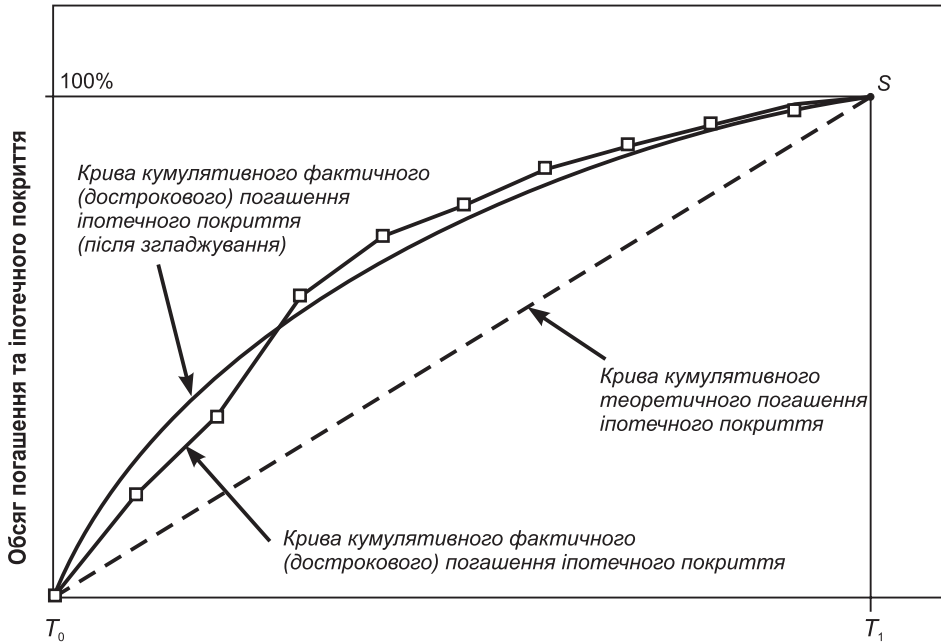


Рис. 2. Кумулятивне фактичне погашення іпотечного покриття ДІУ

ріодом функціонування пропонується визначити як нестабільний період функціонування іпотечного покриття:

$$НП_{i.п.} = TT_{i.п.} - СП_{i.п.}, \quad (2)$$

де  $НП_{i.п.}$  – нестабільний період функціонування іпотечного покриття;  $TT_{i.п.}$  – теоретичний термін дії іпотечного покриття.

Із врахуванням наявності виділеного стабільного та нестабільного періодів функціонування іпотечного покриття пропонується здійснити два етапи емісії іпотечних цінних паперів. На 1-му етапі відбувається 1-ша емісія іпотечних цінних паперів, термін погашення яких відповідає визначеній тривалості стабільного періоду іпотечного покриття ( $T_0 - T_1'$ ) (рис. 3).

Обсяг 1-ї емісії дорівнює 100 % розміру сформованого іпотечного покриття. Погашення таких цінних паперів ( $T_0 - I_0'$ ) відбуватиметься відповідно до графіка.

Випуск іпотечних цінних паперів 2-ї емісії ( $I_1' - S$ ) пропонується здійснити на 2-му етапі після погашення 1-ї емісії (рис. 4). Забезпеченням 2-ї емісії виступатиме залишкова вартість іпотечного покриття ( $I_0' - I_1'$ ). Термін їх погашення відповідатиме тривалості дії нестабільної частини іпотечного покриття ( $T_1' - T_1$ ). Характерною особливістю іпотечних цінних паперів 2-ї емісії буде можливість їх дострокового погашення. Вони повністю залежатимуть від поведінки кредитів в іпотечному покритті: якщо у покритті відбувається дострокове погашення іпотечних кредитів, то іпотечні цінні папери 2-ї емісії також погашаються у прискореному темпі.

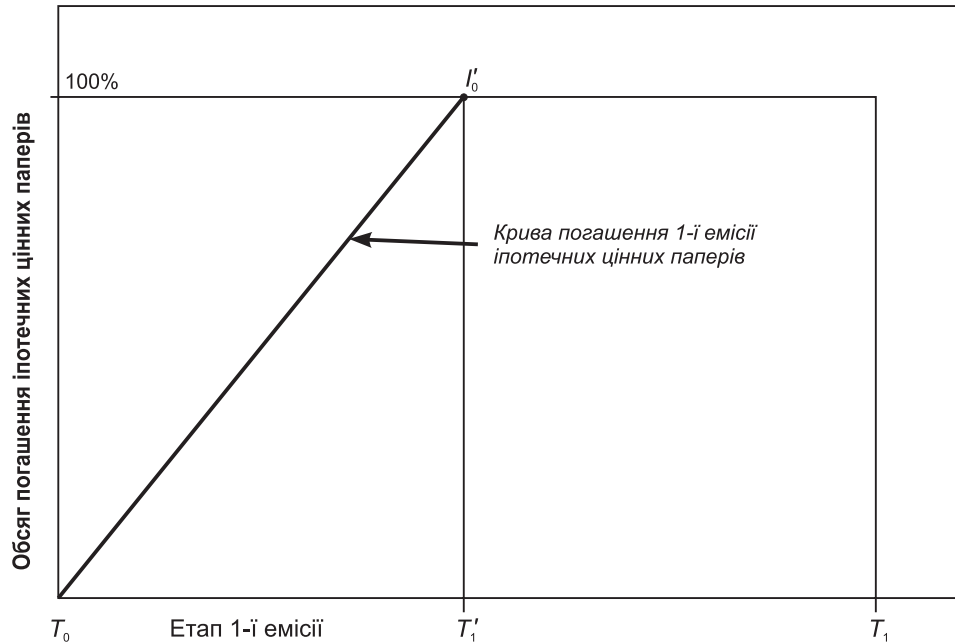


Рис. 3. Погашення іпотечних цінних паперів 1-ї емісії

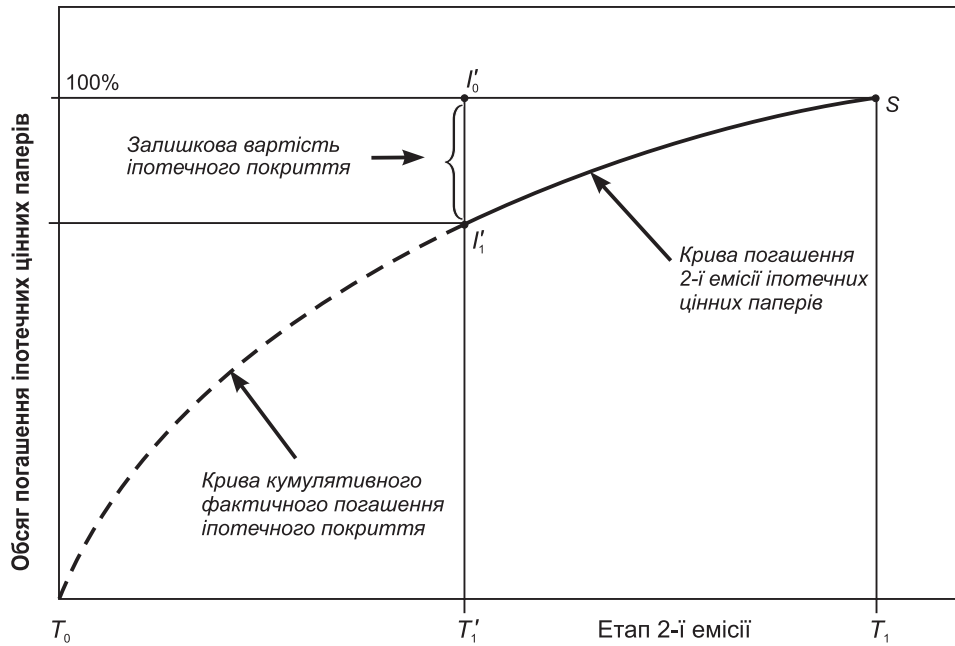


Рис. 4. Погашення іпотечних цінних паперів 2-ї емісії

Отже, іпотечні цінні папери 2-ї емісії будуть ризикованішими для інвесторів, тому процентний дохід за ними має на 0,5–1 п.п. перевищувати дохід за цінними паперами 1-ї емісії. Цінні папери, емітовані на 2-му етапі, здебільшого розраховані на інвестора з агресивною стратегією.

Для визначення можливості забезпечення у будь-який час виконання зобов'язань (пасивів) за рахунок наявних активів необхідно порівняти вхідний та вихідний рух фінансових потоків в іпотечному покритті (рис. 5).

Внаслідок строкової невідповідності терміну дії іпотечних цінних паперів 1-ї емісії ( $T_0 - T_1$ ) та іпотечного покриття ( $T_0 - T_1$ ) погашення таких паперів ( $T_0 - I'_0$ ) відбуватиметься швидше, ніж амортизація суми заборгованості за довгостроковими іпотечними кредитами ( $T_0 - S$ ). Це призведе до утворення від'ємного сальдо іпотечного покриття (рис. 5). Крім того, за рахунок дострокових погашень іпотечних кредитів у певний момент виникатиме додатне сальдо іпотечного покриття. Ці надлишкові активи пропонується спрямувати на погашення від'ємного сальдо іпотечного покриття. Для цього ДІУ рекомендується створити Резервний фонд погашення від'ємного сальдо іпотечного покриття і з його допомогою забезпечити погашення іпотечних цінних паперів 1-ї емісії.

Отже, автором пропонується в умовах дострокового погашення іпотечних кредитів організувати двоетапну емісію іпотечних цінних паперів.

Двоетапну емісію іпотечних цінних паперів можна представити на такому прикладі: ДІУ формує іпотечне покриття з однорідних іпотечних кредитів, термін дії яких становить 10 років. Визначається стабільна частина іпотечного покриття, тобто середній термін фактичного "життя" іпотечних кредитів у покритті – 4 роки. Подальшим кроком є здійснення ДІУ 1-ї емісії іпотечних цінних паперів у розмірі 100 % від вартості сформованого іпотечного покриття з терміном погашення, що відповідає дії стабіль-

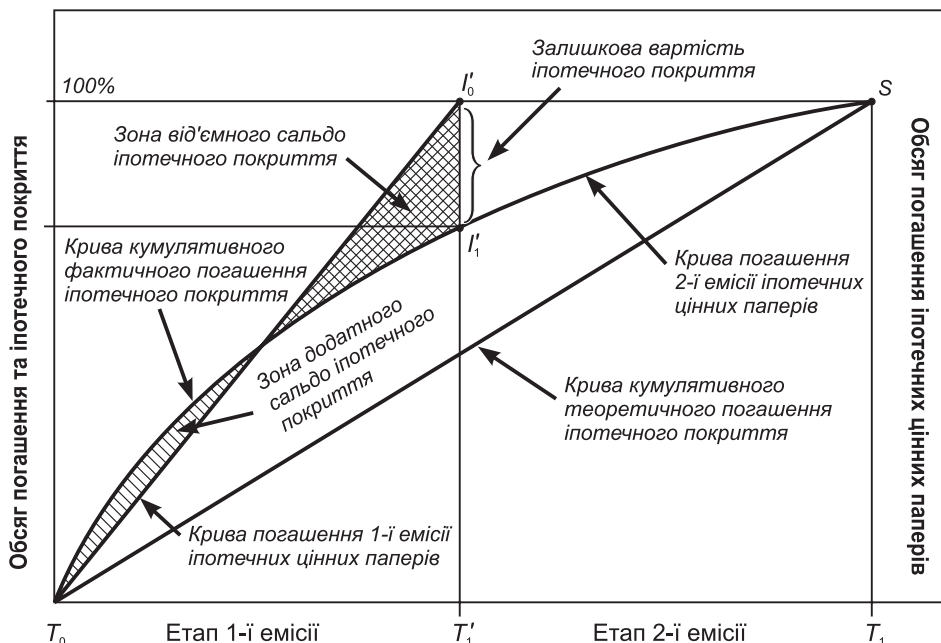


Рис. 5. Реалізація двоетапної емісії іпотечних цінних паперів при класичній сек'юритизації

ної частини іпотечного покриття – 4 роки. Протягом наступних чотирьох років відбувається погашення іпотечних цінних паперів 1-ї емісії відповідно до графіка, нестача фінансових ресурсів в іпотечному покритті для задоволення вимог власників іпотечних цінних паперів покривається ДІУ за рахунок Резервного фонду погашення від'ємного сальдо іпотечного покриття. Через чотири роки, після погашення 1-ї емісії, ДІУ визначає залишкову вартість іпотечного покриття, під забезпечення якої здійснює випуск іпотечних цінних паперів 2-ї емісії. Термін погашення цієї емісії відповідає терміну дії нестабільної частини іпотечного покриття – 6 років (10 – 4). Передбачається можливість дострокового погашення зобов'язань за іпотечними цінними паперами 2-ї емісії, що визначається поведінкою кредитів у покритті.

Запропонована двоетапна емісія іпотечних цінних паперів може бути використана у практичній діяльності як ДІУ, так і банківських установ – потенційних емітентів іпотечних цінних паперів. В умовах України, коли значна частка іпотечних кредитів погашається достроково, запровадження запропонованої автором двоетапної емісії іпотечних цінних паперів при реалізації фінансового механізму класичної сек'юрітизації дасть змогу:

- уникнути можливості дефолту іпотечних цінних паперів ДІУ;
- у повному обсязі використати потенціал ДІУ щодо рефінансування банківських установ, які здійснюють іпотечне кредитування;
- зменшити терміни дії іпотечних цінних паперів ДІУ, що підвищить їх привабливість для інвесторів;
- залучити довгострокові фінансові ресурси як консервативних, так і агресивних інвесторів.

Для ефективного функціонування цього механізму необхідно усунути низку сутнісних властивостей, які притаманні сучасній системі іпотечного кредитування та зумовлюють її обмеженість у довгострокових фінансових ресурсах, як-то відсутність дієвих механізмів рефінансування іпотечних кредитів, відсутність вторинного ринку іпотечних кредитів, брак фінансових інструментів, забезпечених іпотечними активами, відсутність спеціалізованих іпотечних установ, дефіцит інституційних інвесторів зі значними обсягами фінансових ресурсів тощо.

Отже, застосування фінансового механізму класичної сек'юрітизації дає змогу значно розширити ресурсну базу банків щодо надання довгострокових іпотечних кредитів. За підрахунками автора, вже через 5 років застосування цього механізму буде залучено у сферу іпотечного кредитування близько 1,5 млрд грн довгострокових фінансових ресурсів. Крім того, у банківських установах з'явиться можливість звільнити свій баланс від довгострокових активів і значно прискорити обертання дебіторської заборгованості, що також підкреслює практичну цінність застосування фінансового механізму класичної сек'юрітизації.

---

<sup>1</sup> *Розпорядження* Кабінету Міністрів України “Концептуальні засади створення Національної системи іпотечного кредитування” від 10 серпня 2004 р. № 559-р. – [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua).



<sup>2</sup> *Tavakoli J. M.* Collateralized Debt Obligations & Structured Finance: New Developments in Cash & Synthetic Securitization. – John Wiley & Sons Inc, 2003. – 338 p.

<sup>3</sup> *Fabozzi F. J.* Handbook of Mortgage Backed Securities, 6th ed. – McGraw-Hill, 2005. – 950 p.

<sup>4</sup> *Kendall L. T., Fishman M. J.* A Primer on Securitization. – Mit Pr, 1996. – 189 p.

<sup>5</sup> Матеріали сайтів вітчизняних банків.

<sup>6</sup> *Кораблев В.* Разогретая ипотека // Бизнес. – 2005. – № 31. – С. 29–30; *Лямец Н.* 50 млн грн на растопку. – [www.kv.com.ua/index.php?article=28682&number\\_old=3332](http://www.kv.com.ua/index.php?article=28682&number_old=3332).

<sup>7</sup> *Килимник Л.* Цены на жилье в Украине падают не будут. – [faza.com.ua](http://faza.com.ua).

<sup>8</sup> Матеріали сайту [www.unia.com.ua](http://www.unia.com.ua).

<sup>9</sup> *Томащевський В. М.* Моделювання систем. – К.: ВHV Київ. – 2005. – 400 с.